

内 容 摘 要

内 容 摘 要

全文分为引言、主文和结束语三个部分。主文分为四章。

第一章对金融衍生工具的内涵、沿革、功能以及金融衍生交易引发的法律问题作了概要性的介绍。金融衍生工具是规避汇率风险、利率风险及其他市场风险的有效工具，它具有未来性、表外性、杠杆性等诸多特点，能创造一个风险转移市场和价格发现市场。但是，金融衍生交易本身也蕴涵着复杂的风险，必须对其加以法律监管。此外，金融衍生交易的特性还对传统的法律原则提出了挑战，引发了净额结算与破产法的冲突、让与担保与担保法的冲突等诸多问题。

第二章分析民间国际组织对金融衍生交易进行法律规制所作出的努力。巴塞尔委员会和证监会国际组织（IOSCO）联合公布了《衍生产品风险管理准则》等文件，从资本充足率、内部控制系统、信息监管等角度阐明了它们对金融衍生交易进行法律监管的主要立场和观点。而国际互换与衍生交易协会（ISDA）则不断推出针对柜台交易的标准协议文本，供交易双方采纳，并允许以附件的形式予以变更和选择。ISDA 文本已在各国得到广泛采用，有利于统一全球的金融衍生交易协议。此外，其他组织如国际会计准则委员会等也就金融衍生交易的相关问题提出了建议。

第三章分析美国对金融衍生交易的法律规制，也即美国对金融衍生交易的法律监管及相关立法。美国不仅颁布了针对金融衍生交易的专门立法，而且逐步颁布相关的新法或修改旧法以使之适应和反映金融衍生交易的特性。美国法已经承认了电子交易的形式，并确定了场外金融衍生交易的主体，终止型净额结算和让与担保不会在美国有任何法律障碍；在法律监管方面，美国商品期货交易委员会和证券交易委员会对衍生交易作了管辖权的划分，并且政府监管与行业自律得到了有效的平衡，另外证券交易委员会还积极主张对跨国网络交易的管辖权，值得中国借鉴。

第四章针对我国发展金融衍生交易的状况及法律监管措施，指出发展金融

衍生交易必须与市场经济发展程度相适应，由相应的立法作保障，并拥有理性的投资者。另外，就我国如何对金融衍生交易进行法律规制的问题，提出应在国内法与国际法层面上双管齐下，通过参照美国法的一些规定，建立、修改与完善我国的金融衍生交易法律制度，培育市场管理体系，同时加强与各国的立法协调，注重法律监管的国际合作，并倡导建立统一的金融衍生交易监管组织。

关键词：金融衍生工具 金融衍生交易 法律规制 美国

导 言

金融衍生工具是二十世纪七八十年代全球金融创新浪潮中的高科技产品，它是在传统金融工具（如货币、股票、债券等）基础上衍生出来的，通过预测汇率、利率、股价等未来行情走势，采用支付少量保证金或权利金来签订远期合同或互换不同金融商品等交易形式的新兴金融工具。

金融衍生工具和交易的产生及其迅速发展，是国际金融市场动荡急剧和信息技术进步突破所致。20 世纪 70 年代初，布雷顿森林体系瓦解，浮动汇率制取代固定汇率制；同时由于国际金融市场竞争日趋激烈，各国放松或取消了对利率的管制，放松了对金融机构及其业务的限制，使汇率、利率、股票指数等金融价格进入难以预料的波动之中，整个西方金融界产生了规避风险的强大需求。为了迎合这一需求，作为新兴风险管理手段的以远期、期货、期权与互换为主体的金融衍生工具应运而生。它们具有避险保值和投机套利的双重功能，一方面，能将传统金融市场上的风险进行有效分离，并集中在特定市场上进行风险的重新分配，使投资者能以低廉的成本将风险有效转移和规避，另一方面，也给投机者提供了以承担风险为代价牟取高利的市场条件和机遇。正因如此，金融衍生工具一经产生，便得到了迅猛发展，金融衍生交易已经在国际金融活动中具有举足轻重的地位。

随着金融衍生工具的高度发展，对金融衍生交易的监管已摆到了突出的地位。金融衍生风波的不断发生已表明，金融衍生工具本身也隐藏着极大的风险，如果运用不当、管理不严，将对一国经济乃至全球经济带来严重的冲击与损害。为了使金融衍生交易能够在有序的环境下运行，巴塞尔委员会与证监会国际组织联合公布了若干指南与建议，以为各国监管当局提供有益的监管建议，促进监管的国际合作与统一。而国际互换与衍生交易协会则不断推出新型的标准协议，以消除因各国法律的分歧而对金融衍生交易形成的障碍。在美国，金融衍生交易的发展较为成熟，相应地，其专门针对衍生交易的立法几经修改，目前已相当完善，此外，相关立法如电子交易法、破产法等颁布与修改，也适应了金融衍生交易的发展需要，值得我国借鉴。随着我国对外经济交往活动包括

各类国际金融业务活动的开展与放量，我国的企业尤其是金融机构为使其所持有的金融资产免受国际市场价格波动而引发的损失风险，也对金融衍生交易产生了日益增大的需求。同时，随着我国加入世贸组织步伐的临近，国内金融市场将加速发展并进一步对外开放，我国法律政策对金融衍生交易的态度也必将由消极审慎转为积极审慎。然而，我国目前几乎没有金融衍生交易方面的专门立法，并且破产、担保等方面的法律还存在某些与此类交易不相称的规定。因此，我国必须未雨绸缪，在金融衍生交易大规模来临之前，积极探讨规范金融衍生市场的法律监管措施，并建立与完善相关的立法。

第一章 金融衍生交易的发展及其法律问题

一、金融衍生工具的概念、特点与种类

近 20 多年来,西方发达国家金融市场最引人注目的创新就是金融衍生工具数量及其交易额的爆发性增长。

金融衍生工具 (Financial Derivatives), 又译金融衍生商品、金融衍生产品、衍生金融产品、金融派生品等。关于金融衍生工具的定义, 国内外存在着各种不尽相同的描述。如经济合作与发展组织对金融衍生品的定义是: 一般来说, 衍生交易是一份双边合约或支付交换协议, 它们的价值是从基本的资产或某种基础性的利率或指数上衍生出来的。衍生交易所依赖的基础包括汇率、利率、股票及其他指数。^① 巴塞尔委员会认为“广义而言, 衍生产品是一种金融合约, 其价值取决于一种或多种标的资产或指数的价值。”^②

国内学者对衍生产品的定义中, 最具代表性的是: “金融衍生工具是指以另一 (或另一些) 金融工具的存在为前提, 以这些金融工具为买卖对象, 价格也由这些金融工具决定的金融工具。”^③

综合国内外对金融衍生工具这一概念的描述, 笔者认为, 可对金融衍生工具作如下定义: 金融衍生工具是有关互换现金流量或旨在为交易者转移风险的一种双边合约, 其价值取决于或派生自基础金融资产的价格及其变化。金融衍生交易即是对上述合约的买卖。而金融衍生市场则是由一组规则 (法律、规章、政策)、一批组织 (交易所、经纪人-交易商、最终用户) 和一系列衍生产品构成的一套机制。金融衍生市场既包括标准化的交易所交易, 也包括非标准化的场外交易 (柜台交易), 即 OTC 交易 (over-the-counter)。

与传统的金融工具相比, 金融衍生工具具有如下一些特点:

1、未来性: 金融衍生工具交易是在现时对基础工具未来可能产生的结果进行交易。其交易在现时发生而结果要到未来某一约定的时期才能产生。未来性是衍生品最基本的特性。

① 姚兴涛著:《金融衍生品市场论》, 立信会计出版社 1999 年版, 第 17 页。

② 《巴塞尔银行监管委员会文献汇编》, 中国金融出版社 1998 年版, 第 147 页。

③ 周立著:《金融衍生工具与发展》, 中国发展出版社 1997 年版, 第 3 页。

2、契约性：金融衍生工具的交易对象并不是基础工具，而是对这些基础工具在未来某种条件下的权利和义务的处理，这些权利和义务以契约形式存在，构成所谓的产品。

3、表外性：金融衍生工具是对基础资产在未来条件下的交易，按现有的财务规则，在交易结果发生之前，交易双方的资产负债表中都不会反映这类记录。

4、杠杆性：金融衍生工具是一种现金运作的替代物，利用衍生工具，只需提供一定的保证金或以信用为保证，就能达到原来需要用大量现金才能达到的目的。从这个意义上讲，金融衍生工具具有融资性。

依照不同的标准，金融衍生工具可以作不同的分类：

1、依基础金融资产不同，可分为汇率衍生工具、利率衍生工具和股票指数衍生工具等。

2、依交易地点来分，可分为场内交易和场外交易。前者指交易所内交易，后者指柜台交易方式。在交易所进行的衍生交易具有较高程度的流动性，交易成本低，并可受益于交易所或清算所维持的安全自律机制的保护，信用风险低。与此相反，由于没有清算所及标准化的契约，柜台交易市场的衍生产品相对缺乏流动性，信用风险大，一般集中于具有很高信用等级的大机构之间。

3、依交易形式不同，可分为两类：一类是交易双方的风险收益对称，都负有在将来某一日期按一定条件进行交易的义务，包括远期、期货、互换；另一类是交易双方风险收益不对称，合约购买方有权选择履约与否，包括期权及期权的变通形式，如认股权证、可转换债券、利率上限等。

4、从衍生产品形式上分，可分为两类：一类是普通衍生品，即远期、期货、期权和互换，^①其结构与定价方式已基本标准化和市场化。另一类是所谓的结构型（Structured）或复合型（Complex）衍生品。它是将各种普通衍生品组合在

^① 金融远期合约是最简单的一种衍生工具。买卖双方分别许诺在将来某一特定时间购买和提供某种金融资产。远期合约包括远期外汇、远期利率、远期证券等。远期交易大多是柜台交易，也有少数在交易所内进行交易。

金融期货是在交易所按一定规则反复交易的标准化金融工具合约。与远期合约的“量体裁衣”（tailor-made）式不同，金融期货是高度标准化的合约，除了价格以外，所有的交易条款都由交易所规定，因此流动性很大。期货合约大多在交易所内进行交易。最普遍的有外汇期货，利率期货，股票指数期货。

金融期权授予买方在指定日期以一定价格从期权的卖方那里购买或卖给期权的卖方指定金融资产的权利。期权的买方支付给卖方一定量的货币，称为期权价格或期权金。按照买方执行期权时间的不同，可分为美式期权和欧式期权。前者可以在期权有效期之前的任何时候执行，而后者只能在到期日执行。如今期权合约的基础资产已经发展到股票指数、外汇、债务凭证等。

金融互换又称金融掉期，是交易双方依据预先约定的规则，在未来的一段时间内，互相交换一系列现金流量（本金、利息、价差等）的交易，“互换”因此得名。互换交易是场外衍生市场的重要内容。根据基础产品的不同，互换可以分为利率互换、货币互换、股票互换。

一起,形成一种特制的产品。这类产品或方案,是专门为满足客户某种特殊需要而设计的,或是银行出于自身造市获利目的,根据其对市场走势的判断和对数学模型的推算而制作的。它们的内部结构一般被视为一种“知识产权”而不会向外界披露。

二、金融衍生工具的起源与发展

某些种类的衍生工具对我们来说并不陌生。早在 20 世纪初,商品的远期交易和期货交易就比较活跃,甚至历史学家还可以从古希腊的文献中找到有关期权合约的记载。^①然而,现代意义上的金融衍生工具却仅出现于 20 世纪 70 年代。以固定汇率为主要内容的布雷顿森林体系崩溃后,浮动汇率制取而代之,汇率的不稳定使国际贸易和国际投资活动的风险大大增加。这突如其来的巨变,促使商业银行、投资机构等纷纷寻求规避汇率风险的金融工具。1972 年 5 月 16 日,芝加哥商品交易所适时开辟了国际货币市场分部,办理澳元、英镑、加元、日元、瑞士法郎和西德马克等六种主要外币的期货交易。这是世界上第一个能够转移汇率风险的集中交易市场,也是金融衍生商品诞生的标志之一。^②

两次石油危机以后,西方工业化国家通货膨胀或滞胀问题愈发严重。为了调控经济发展,各国中央银行纷纷利用利率杠杆控制货币供应量,实行宽松或紧缩的货币政策,利率从相对稳定转向频繁波动状态。利率的频繁、大幅度波动及其广泛影响,全面加剧了金融商品的内在风险,同时也为利率衍生商品的发展提供了契机。1975 年 12 月,芝加哥期货交易所(CBOT)率先开办了抵押协会债券利率期货。在此后的 20 多年时间里,期权、互换、衍生证券、资产证券化等衍生工具相继在国际金融市场上兴起。

可以说,是汇率、利率的自由波动极大地冲击了传统的金融市场,催生了金融衍生商品,世界金融的发展由此步入了新的历史阶段。

由于金融衍生产品包括以利率、汇率、股票和各种指数为基础资产的诸如互换、期权、远期和期货的不断衍生与组合,因此,金融衍生产品的种类在本质上是无限的,可以随着新技术与新需求的发展而不断拓展。金融衍生产品自产生以来,不仅在产品品种上日益多样化,而且交易规模也在迅猛增长。据国

① 胡继之主编:《金融衍生产品及其风险管理》,中国金融出版社 1997 年版,第 1 页。

② 周立,前引书,第 14 页。

际清算银行的统计，在有组织的交易所交易的金融衍生产品，其名义交易额已从 1993 年的 227.8 万亿美元增长到 1998 年的 387.7 万亿美元，而全球场外交易衍生产品市场的头寸，其名义数额也从 1995 年 3 月底的 47.53 万亿美元增长到 1998 年 6 月底的 72.143 万亿美元。^①

当然，金融衍生工具和交易的迅猛发展有多方面的原因，汇率和利率波动产生避险保值需求是其中最主要的原因之一，此外还包括：

1、由电子化带来的信息革命。以电子计算机为代表的新技术革命，在 20 世纪 70 年代以后迅速发展。通讯技术和计算机信息处理技术的发展，为金融衍生工具的诞生及发展提供了坚实的技术支持；

2、金融自由化浪潮的兴起。西方国家实行的“放松管制”政策，包括逐步放松对各种金融机构业务范围的限制、允许银行和非银行金融机构业务交叉，使得国际金融市场的竞争加剧，银行传统借贷业务的盈利能力下降，银行寻求新的业务和盈利点的需求增加。

三、金融衍生交易的功能与风险

金融衍生市场在过去的 20 多年里获得了爆炸性的增长，根本原因在于它为公司、企业和金融机构提供了以较低成本管理金融风险的有效工具，在资本市场中形成了一个具有风险转移和价格发现功能的另类市场，为世界金融业的发展作出了划时代的贡献。

（一）金融衍生交易的功能

具体而言，金融衍生交易的功能有：

1、风险转移。风险厌恶者即交易者可以在衍生市场上通过一定的市场价格将其不愿承担的风险转移给有能力或愿意承担风险的投资者。这种风险转移不是无偿的，而是以给付对方风险报酬为条件。从这个意义上讲，借助金融衍生工具可以有效低廉地管理风险。譬如，利用期货或远期合约转移汇率波动风险，利用期权管理持股风险和投资风险。

2、价格发现。金融衍生交易特别是场内交易，拥有众多交易者，他们通过公开报价或电子计算机撮合交易，将众多因素的信息转化为某一特定衍生产品

^① 《国际清算银行第 69 期年报》，中国金融出版社 1999 年版，第 107 页。

的价格。这些价格信息反映了世界范围内各种因素对所交易的某一特定金融产品的影响和供求双方对其价格走势的预期，从而形成真实反映供求关系、具有竞争性、预期性和世界性特点的价格体系。

3、盈利功能。金融衍生商品交易并不列入投资人的资产负债表，潜亏潜盈都不会影响财务指标。对于资本与风险资产比例受到严格限制的商业银行来讲，这一特点极大地拓展了它的盈利空间。尤其在货币互换、利率互换等业务中，商业银行只是作为提供金融服务的中介，为客户提供交易信息、交易担保而不是资金，因而是在保持银行资产负债表不变的情况下增加手续费收入的一种新业务。

4、激励功能。在公司制情况下，怎样激励经营管理人员为所有者努力工作，这是关系到企业发展的重要问题。一些企业所有者通过股票期权也即授予经营者以一定价格购买本企业股票的权利作为激励经营管理人员的工具，取得了较好的效果。

（二）金融衍生交易的风险

金融衍生交易的诸多功能弥补了传统金融市场上保险服务和投资基金、证券投资组合规避风险的不足，促进了风险管理手段的创新和金融业务的大发展。但是，衍生产品交易本身又蕴藏着巨大的风险，使用不当，不仅会使交易者遭受严重损失，而且会对整个金融市场乃至全球经济产生猛烈冲击。在衍生交易活动中，市场参与者面临的风险有下列五种：

1、市场风险。市场风险是指因为基础金融产品价格发生变化，从而为衍生产品交易商带来损失的一种风险。市场风险是金融衍生产品最为普遍的风险，它存在于每一种衍生产品之中。衍生产品的市场风险首先是由基础资产的价格波动引起的。比如，股指期货是从股票价格中衍生出来的，如果股票价格易变性且暴涨暴跌，那么对股指期货交易者来讲，其面临的市场风险就很大。其次，衍生产品交易大多是保证金交易，如在期货交易中，保证金仅为合约金额的5%-10%，其作为高度杠杆性操作的投机工具极易加剧市场风险。

2、信用风险。信用风险是指衍生合约的对方出现违约所引起的风险。一般来说，场内交易的信用风险较小，这是由于交易所交易有着特殊的降低信用风险的制度安排，包括会员制、持仓限额制和强行平仓制等。而场外交易既没有

保证金的要求，也没有集中的清算制度，因此到期是否履约，完全取决于交易对手的能力和意愿，这就使交易双方都存在着较大的信用风险。

3、流动性风险。流动性风险是指由于缺乏合约对手而无法变现或平仓的风险。流动性风险的大小取决于合约标准化程度、市场交易规模和市场环境的变化。对于场内交易的标准化合约，市场规模大，交易者可随时根据市场环境变化决定头寸抛补，流动性风险相对较小。反之，在场外交易市场上，衍生合约基本上是度身定作的，缺乏可流通转让的市场，因而流动性风险较大。

4、操作风险。操作风险是指因信息系统或内部控制系统失误而造成的意外损失。这种风险与人为失误、系统错误及程序控制不充分有关。某些衍生产品的结算方式和价值计算比较复杂，因而会加剧这种风险。

5、法律风险。法律风险是指因为法规不明确或交易不受法律保障，从而使合约无法履行而为交易商带来损失的风险。由于衍生工具在不断创新之中，各国的法律条文难以及时跟上，一些衍生交易的合法性也难以保证，交易双方可能因找不到相应的法律保护自己而遭致损失。发生纠纷时，也可能找不到相应的法律加以解决。而且，由于逃避法律规制也是部分衍生工具的设计动因，所以这些衍生工具可能故意游离于法律监管之外。

上述风险与市场参与者在传统经营中所面临的风险类型并没有什么不同，只是衍生产品把这些风险重新包装在更加复杂的组合中，使得风险的爆发更为迅速更具有传导效应。1995年2月27日，新加坡国际货币交易所出现英国巴林银行因经营日经225股票指数期货造成11.93亿美元亏损破产事件，交易员里森的铤而走险，很快埋葬了这一具有200年历史的英国老牌银行；同年9月，又爆出日本大和银行纽约分部经营美国国债及其衍生工具交易亏损11亿美元的事件^①；而1997年索罗斯通过远期外汇交易对泰铢的炒作，直接导致了泰国的金融危机，并且金融危机迅速扩展至东南亚地区。金融衍生风波的频频发生说明，如果对衍生交易的风险没有清楚的了解和适当的管理，它们也会威胁到市场参与者的经营安全，甚至对一国经济乃至全球经济造成冲击与损害。正如美国联邦储备委员会主席所言：“我们可以公平地说，这种由快速膨胀的金融产品而导致的全球金融市场的高效性，也恰恰同时能够以不为上一代人所知的方

① 姜波克、徐蓉编著：《金融全球化与风险防范》，复旦大学出版社1999年版，第131页。

式，以更快的速度在整个金融体系传递错误。”^①

四、金融衍生交易引发的法律问题

金融衍生交易的迅猛发展，对于丰富金融商品、扩大金融市场融通功能、改善资源分配、降低投资成本起着积极的作用。但另一方面，大规模的衍生交易活动已经在银行家和监管者之间引起了担心：国际金融市场的稳定可能因衍生交易而受到威胁。金融衍生风波的不断发生不仅在国际上引起了应当如何对金融衍生交易加以监管的争论，而且，金融衍生交易的某些特性也对传统的法律原则产生了冲击，引发了诸多法律问题。

（一）主体资格问题

在衍生交易的早期发展阶段，最大的争议在于市场参与者^②是否享有法律和规章的授权或资格以从事衍生交易。一般而言行政或公共机构从事衍生交易的能力是受到怀疑的。如，在法国、德国、意大利和荷兰，公共机构诸如市政公司、当地国家机关或其他公共部门实体从事金融衍生交易要么被禁止，要么依其所涉风险因素或交易是否为了一般公共利益而受限制。^③

这一领域的最初案例发生在二十世纪八十年代中后期，英国地方当局参与利率互换市场的事件。大约 130 个地方当局和 80 个银行参与了利率互换，但上议院认为（*Hazell v. Hammersmith Fulham LBC* [1992] 2 AC1）地方当局与银行之间的利率互换交易超越了当地机关的权限，因而是无效的和不可强制执行的。^④

① [英]理查德·德尔著：《全球证券市场风险及监管》，宇航出版社、科文（香港）出版有限公司 1999 年版，前言第 5 页。

② 金融衍生市场的参与者，根据其从事衍生产品交易的动机大体上可以分为两类，最终用户和中介机构。最终用户通过从事衍生交易，在正常的业务操作中，达到一定的套期保值、融资或头寸交易的目的。许多商业企业都属于这类最终用户，其中包括（并不限于）范围广泛的金融机构，如银行、证券公司和保险公司；机构投资者，如养老基金、共同基金和专业投资合作公司；以及公司、地方政府、政府机构和国际机构。

中介机构，又称为交易商，它们通过在交易所为最终用户买卖衍生产品或在场外衍生市场通过造市以满足最终用户的需求。为此，它们期望从交易费用、买卖价差和自身的头寸交易中获得收入。交易商还发展惯常的衍生产品，并经常运用证券交易所的衍生产品来回避其在外交易市场上的有价证券风险。主要的中介机构或衍生产品交易商，大都是世界上主要的银行和证券公司。

③ Jonathan Kelly, United Kingdom: Legal and Regulatory Issues in Derivatives-Past, Present and Future, *International Financial Law Review*(IFLR), April 1999.

④ Jonathan Kelly, *supra*.

主体资格标准的不统一，增加了从事国际金融衍生交易的风险。如果一方违约，而法庭又鉴于该违约方从事衍生交易超越了其权限而判定协议无效，则衍生市场参与者有时会由于无法从违约方获得赔偿而遭受巨大损失。

（二）协议问题

在衍生交易中，最困难和最基本的问题是如何用合适的协议来表达交易双方之间合同关系的性质及内容。

1、协议方式。随着信息技术的发展，网上交易逐渐取代传统的交易方式。由此产生的问题是，电子方式签订的金融衍生交易协议是否有效？

在一些网络技术发达的国家和地区，电子商务的法律问题早已困扰多年，因此，相应的立法也已制作完毕或摆上日程。如，欧洲委员会已通过《欧盟电子商务指令》，旨在为欧盟内的电子商务建立一个法律框架，并将适用于一切网上提供的营利性的“信息服务”（包括货物和服务销售）。成员国必须在 2002 年 1 月 17 日之前将其规定纳入其国内法。该指令声明，在网上签订一个合法有效的合同，必须具备要约、承诺、和收到承诺通知书。收到承诺通知书一经接收，合同即推定为形成，而不管它是否被接收者阅读过。^①

香港也已于 2000 年 1 月 7 日通过了《电子交易条例》，将电子信息和数字签名等同于书面信息和手工签名，不过该规定并不适用于特定的交易，如遗嘱、信托、授权委托书、需要盖章的文书、誓言、法庭判决等。^②

但是，在大多数国家，通过电子方式进行交易还未普遍，更谈不上立法。因此电子方式签定的合同能否在该国得到承认存在疑问。

2、协议内容。一般来说，场内交易使用的是交易所制定的标准合约，除价格外，交易双方对于合约其他条款没有协商的余地。需要考虑的主要是场外交易的协议内容。虽然场外金融衍生交易一般也采用国际互换与衍生交易协会（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）或本国银行业协会制定的标准协议，但这种协议允许交易双方作出取舍或变通，或仅作参考之用。场外交易协议一般包括定义和解释、交易的商业条款、净额结算、提前终止规定、担保安排等。在衍生交易协议条款中，争议最大的是净额结算和担

^① Tim Brown and Alex Hamer, Jurisdiction and the Internet: the EC Perspective, International Business Lawyer, November 2000, p442.

^② Lam Wing Wo, Hong Kong recognizes digital signature, International Financial Law Review, March 2000.

保规定。

(1) 净额结算

在国际标准协议中,净额结算规定十分普遍。净额结算(netting)是指交易双方将协议中所包括的交易的盈利与亏损进行抵销或轧差,得出一个净额价值,并以该净额价值作为双方之间实际需要支付的金额。而终止型净额结算(close-out netting)是指发生主协议项下规定的解约事件(主要是破产事件或清算事件)时,双方之间所有现存未到期的交易提前终止,并对上述提前终止的交易项下的赢利和亏损进行轧差,结算出一个净额,并以该净额的价值作为交易双方权利义务的最终确定金额代替或更新结算之前存在于双方之间的权利义务。

净额结算可以降低信用风险,从交易双方看,其只需承担净额支付风险(若没有净额结算条款,当交易双方存在多个交易时,非违约交易方可能被要求在交易终止时向违约交易方支付交易项下的付款,而同时非违约方收取违约方在其它交易项下的欠款的希望却很小);净额结算有助于降低系统风险,即降低由于交易一方在全额结算时清偿能力不够导致破产清算进而导致与之交易的对方(乃至对方之对方)连续性破产的风险。降低系统性风险直接关系到国际金融的稳定,因为衍生交易的参与者包括了很多国际知名的大银行、金融机构及政府。

有关净额结算的争议主要围绕破产程序中终止型净额结算的有效性和执行性展开。各国的破产法在对待破产企业尚未履行完毕的合同时,会赋予清算人别择权,即由清算人决定解除或继续履行这些合同,因此,终止型净额结算的有效性将受清算人别择权的审查;另外,一些国家的破产法认为,终止型净额结算导致的加速到期和抵销实质上相当于在破产清算程序之外对单个债权人(金融衍生交易的对方)的全额清偿,违背了破产债权按比例平等受偿原则。

目前,许多金融衍生交易发达的国家正在积极制定相关的法律,为包括终止型净额结算在内的净额结算提供法律上的支持,赋予其特殊的执行力以不受各国破产法的约束和限制。

(2) 担保问题

从上个世纪九十年代开始,担保成了发展最迅速的用于场外交易的信用风险防范手段。在担保方面可能引起的法律问题主要包括:担保权益的设立、完

善和确认；担保物接受方对担保物的管理义务；担保权益在破产程序中的强制执行；采用转移所有权的方法设立担保的情况下，担保权被法院重新定性的风险。

其中争议最大的是以转移担保品所有权提供担保的方式，也即让与担保^①的效力问题。在金融衍生交易协议中通过转移担保品所有权来提供担保的方式十分普遍，一旦债务人出现主协议所规定的违约事件或终止事件，作为交易对方的债权人就可以通过将债权和担保品进行净额结算，实现自己在主协议项下的债权。

在某些国家，让与担保的效力是得到承认的。如法国《金融活动现代化法》（MAF 法）第 52 条和 104 条规定了衍生交易中的证券担保安排，该担保安排事实上是将相关资产的所有权转移给受担保方。这些规定明确承认担保安排的强制执行，能对抗债务人的任何第三方债权人，并在效力上优先，哪怕破产法有任何相反规定。^②同样，英国法也承认让与担保的效力。^③

但是，让与担保的有效性和强制执行在有些国家是被否定的。如在荷兰，旨在提供担保的直接转让很可能会被荷兰民法典（NCC）第 3:84（3）部分证明为无效。该部分规定：

- 其目的在于将转让资产作为担保工具的任何法律行为（如协议）；或
- 将资产转让给受让者的理由不存在的任何法律行为（如协议）

不能构成转让的有效法律基础。

这样一种法律行为下的转让是无效的。^④

因此，接受此种担保方式的担保权人必须考虑担保权能否得到相关国家的承认。

（三）法律监管问题

作为国际资本市场的新兴事物，衍生产品不承认任何领土界限，并且还在

① 所谓让与担保，系指债务人或第三人为担保债务人的债务而将担保标的物的财产权转移给担保权人，于债务清偿后，标的物应返还给债务人或第三人，债务不履行时，担保权人得就该标的物受偿的担保制度。

② Edward Nalbantian, Peggy Mevs and Anne Vrignaud, France, a special International Financial Law Review supplement, April 1999, p8.

③ 王闯著：《让与担保法律制度研究》，法律出版社 2000 年版，第 100-111 页。

④ Willem A K Rank and Chris J F Warner, the Netherlands, a special IFLR supplement, April 1999, p23.

不断创新、细化以适应不同的用途。这些因素使得某一交易究竟由何国加以监管以及如何进行监管变得极端困难。

1、监管管辖权的分配问题

在监管管辖权的分配上，最棘手的莫过于网络交易的管辖权。通过网络，现在的投资人不仅可以在弹指之间跨越国境，更可至不同国家的网络券商处委托交易。如一国境内投资者可在境内下单购买外国标准合约，外国投资者也可在境外下单购买该国标准合约。网络交易可跨越国境的特性，使得各国管理机构面临监管上的挑战；而由于各国衍生交易法规有别，也使得网络券商和投资者可能受到其他国家证券主管机关的管辖，反而造成不可预期的法律风险。而究竟哪一个国家可对网络交易行为加以管辖，就成为了一个难题。

2、如何监管问题

金融衍生交易的许多特点增加了有效监管的难度。首先，金融衍生交易属表外业务，不能在资产负债表上得到真实的反映；其次，新的衍生工具层出不穷，监管措施和法律条文难以跟上如此快的变化；第三，各国普遍缺少熟悉衍生工具运作和监管的管理人员；第四，一个地方出现交易危机，就可能导致世界范围内多米诺骨牌式的连锁反应，出现国际性的金融危机。

在监管方面，最早的一项产生广泛影响的研究报告是全美著名的银行业智囊研究机构—G30 研究小组（Group of 30）于 1993 年 7 月发表的《衍生产品：惯例与原则》。该报告为从事衍生交易的厂商提出 20 条建议，为立法者和监管者提出了 4 条建议。其主要贡献可以分为两个方面：一是为金融衍生工具的最终使用者和交易者确定了一套健全的风险管理的惯例与原则，强调了建立内部控制制度以及高级管理人员在其中的重要性；二是明确指出了没有必要进行根本性的管制制度的改革或改变。^①

G30 对于建立管制制度的消极态度受到了许多国家监管当局的批评。巴塞尔委员会和证监会国际组织采取的各种行动表明监管当局实际上倾向于在该领域扮演积极的角色。

但是，金融衍生交易应该如何实现官方监管与行业自律的平衡，并且金融衍生风波的发生也表明仅有一国的单方管制是远远不够的，监管如何实现国际合作问题也变得十分重要。

^① 刘宇飞著：《国际金融监管的新发展》，经济科学出版社 1999 年版，第 189-190 页。

毋庸置疑，国际金融衍生交易会继续经历一些法律及监管方面的困难，这不仅仅是因为法律法规难以跟上产品的发展步伐这一原因。不过，应该乐观的是，对于衍生交易引起的权利义务，法律会提供一个稳定的环境，以提高其确定性和清晰性。

厦门大学博硕士论文摘要库

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库